

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 25.59

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

电话: 15221203039

Email: pengyi@r.qizq.com.cn

研究助理: 康璐

电话: 18817502392

Email: kanglu@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	608
流通股本(百万股)	204
市价(元)	25.59
市值(百万元)	15600
流通市值(百万元)	15600

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 《家家悦: 山东省超龙头, 供应链优势显现, 步入加速扩张期》

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,330	12,731	14,778	17,277	20,057
增长率 yoy%	5.14%	12.36%	16.08%	16.91%	16.09%
净利润	311	430	511	604	710
增长率 yoy%	23.68%	38.35%	18.81%	18.31%	17.45%
每股收益(元)	0.51	0.71	1.09	1.29	1.52
每股现金流量	1.28	1.01	2.23	1.76	3.00
净资产收益率	12.54%	15.80%	17.34%	18.42%	19.56%
P/E	50.10	36.21	23.45	19.82	16.87
PEG	2.06	1.99	0.89	0.81	0.93
P/B	6.28	5.72	4.07	3.65	3.30

备注:

**投资要点**

- 事件:** 2019Q1-3 家家悦实现营业收入 112.7 亿元, 同比增长 17.89%; 归母净利润 3.51 亿元, 同比增长 16.7%; 扣非净利润 3.34 亿元, 同比增长 16.4%。2019Q3 单季度收入 40 亿元, 同比增长 20.14%; 归母净利润 1.25 亿元, 同比增长 16.42%; 扣非后归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 17.57%。整体收入和利润增速稳健, 符合预期。
- 展店速度稳健, 同店增速良好, 推动收入端增速回升。** 2019Q1-3 家家悦实现营业收入 112.7 亿元, 同比增长 17.89%; 归母净利润 3.51 亿元, 同比增长 16.7%; 扣非净利润 3.34 亿元, 同比增长 16.4%。2019Q3 单季度收入 40 亿元, 同比增长 20.14%; 归母净利润 1.25 亿元, 同比增长 16.42%; 扣非后归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 17.57%。整体收入和利润增速稳健, 符合预期。收入端增速回升, 一方面受益于稳健的展店速度, 且报告期内完成张家口福悦祥 11 家开业超市门店并表, 推动收入增速的改善。另一方面, 得益于公司对于商品结构和门店运营的持续优化, 同店增速良好。分区域看, 2019Q1-3 胶东地区收入同比增长 10.63%, 非胶东地区收入同比增长 49.74%。
- 整体毛利率略有下滑, 大卖场和综合超市业态毛利率水平提升。** 2019Q3 整体综合毛利率为 21.47%, 环比提高 0.18pct, 同比下滑 0.35pct。分区域来看, 胶东地区区域毛利率 17.83%, 环比提高 0.54pct; 非胶东区域毛利率 17.35%, 环比增长 0.04pct。分业态来看, 大卖场、综合超市和便利店的毛利率水平相对较高, 2019Q3 分别达到 18.21%/17.59%/22.25%, 分别较去年同期提高 0.4/0.13/-0.84pct。
- 扩张期间费用控制有效, 费用率同比略有减少。** 2019Q3 公司的期间费用率为 17%, 同比减少 0.4pct, 其中销售费用率 15.2%, 较去年同期减少 0.7pct; 管理费用率 2%, 较去年同期下降 0.1pct; 财务费用率-0.1%, 较去年同期增加 0.5pct。
- 展店速度保持平稳; 一季度完成对张家口福悦祥超市的合并, 积极拓展跨省发展。** 2019Q3 公司新开门店 13 家, 其中胶东地区 7 家, 其他地区 6 家; 分业态来看: 三季度新开大卖场 8 家, 综合超市 5 家; 关闭门店 8 家。截至 2019Q3, 公司门店总数 763 家, 其中包含一季度合并张家口福悦祥连锁超市有限公司, 纳入合并报表的 11 家门店。目前张家口地区门店改造稳步进行中, 改造重点主要在供应链和管理系统的输出, 磨合成功后预计会在当地继续加密开店, 扩大规模优势, 提高区域渗透率。
- 投资建议: 供应链优势渐显, 拓展西部区域, 筹备跨省扩张, 规模预计步入加速扩张期, 上调至“买入”评级。** 公司作为山东省超市龙头企业, 供应链优势逐渐凸显, 且目前步入区域广度、深度布局同步拓展的阶段, 未来市占率有望进一步提高, 业绩增长的确定性较高, 故我们认为家家悦的合理估值区间在 3.0XPE-35XPE。预计 2019-2021 年公司实现营收约 148/173/201 亿元, 同比增长 16%/17%/16%。实现净利润约 5.1/6.7/7.1 亿元, 同比增长 19%/18%/17%。摊薄每股收益 1.09/1.29/1.52 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 23/20/17 倍。考虑公司强劲的内生增长动力以及外部市场空间, 给予 2019 年 30-35XPE。
- 风险提示事件:** (1) 整体宏观环境下行, 消费呈现疲软态势, 可能导致超市板块整体表现欠佳。(2) 新区域扩张存在不确定性, 新开门店培育期可能长于预期。(3) 电商等渠道的冲击: 电商涉足生鲜领域且市占率快速提高, 长期看给公司生鲜业务的发展带来一定的挑战。(4) 规模快速扩张, 经营管理难度加大,

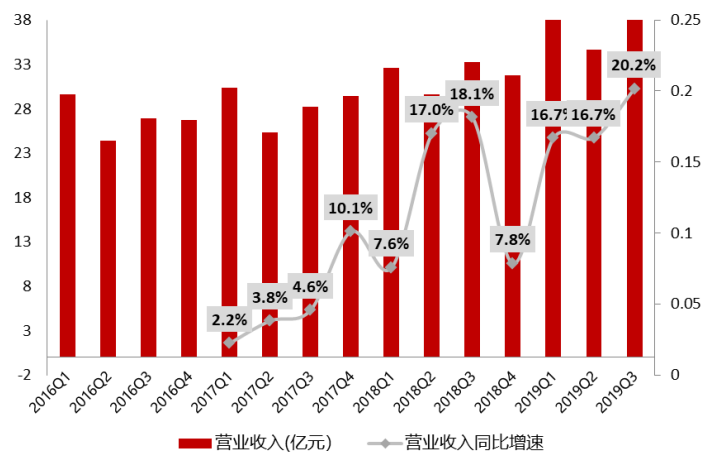
对公司整体供应链的能力提出更高的要求。

## 内容目录

经营财务数据分析 .....	- 4 -
风险提示 .....	- 6 -

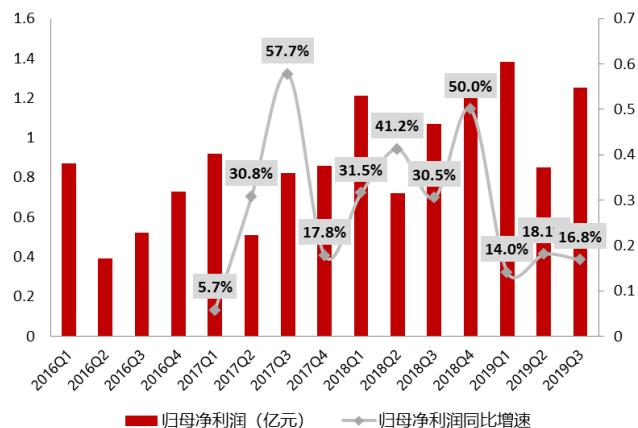
## 经营财务数据分析

图表 1: 季度营业收入 (亿元) 及增速



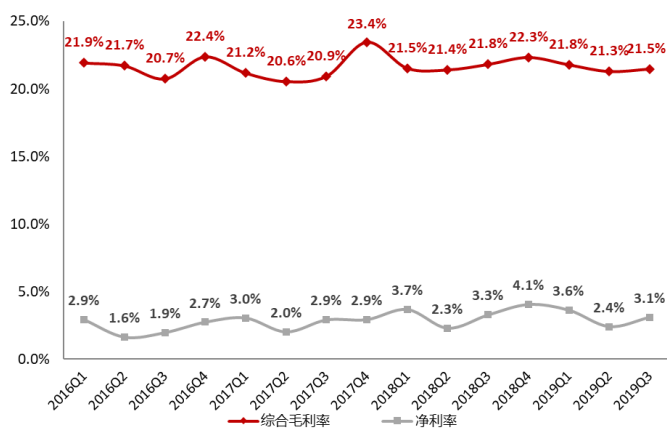
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 2: 季度归母净利润 (亿元) 及增速



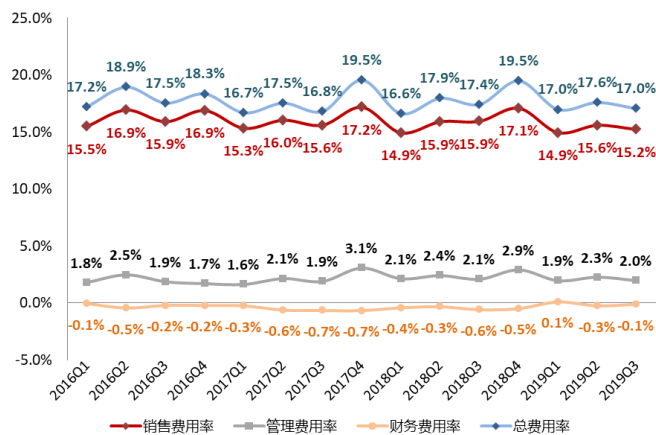
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 3: 毛利率&净利率



来源: 公司公告 中泰证券研究所

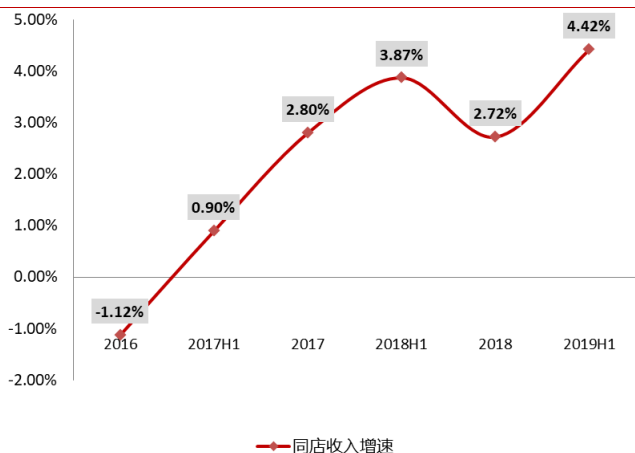
图表 4: 费用率



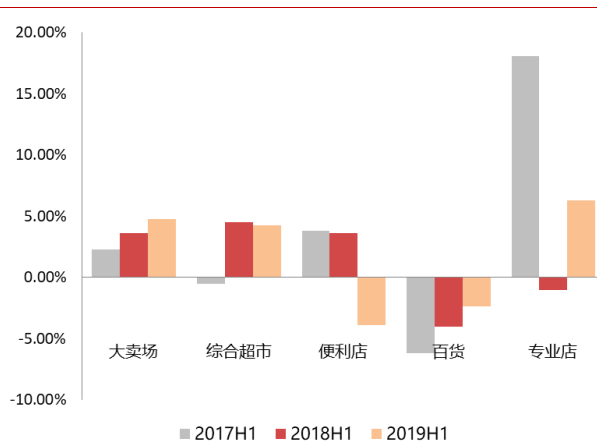
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 5: 开业两年以上门店同店增速

图表 6: 不同业态成熟门店同店增速

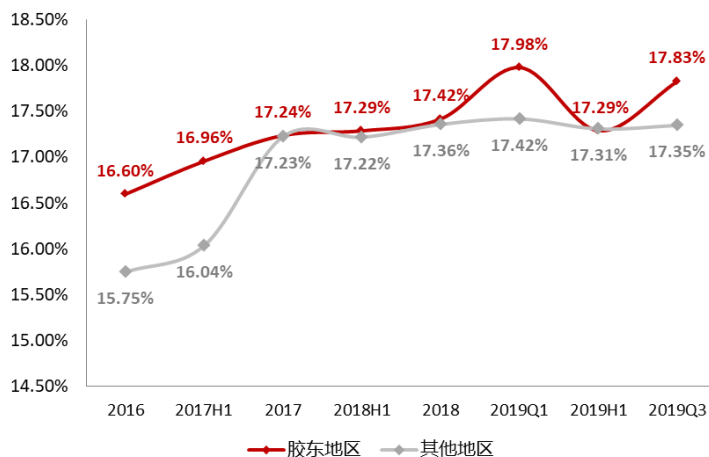


来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 7: 不同区域毛利率



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 8: 历年开店情况统计

	2013	2014	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3
大卖场	67	70	79	81	83	88	99	105	111	123	
社区综合超市	206	256	273	277	283	289	295	542	554	551	
农村综合超市	173	196	223	230	230	234	236				
专业店	19	23	22	27	35	45	52	56	58	58	
百货店	11	12	12	11	11	12	12	12	13	13	
便利店	1	4	4	5	7	7	8	17	16	13	
门店合计	477	561	613	631	649	675	702	732	752	758	763
净新开门店数		84	52	18	18	26	27	30	20	6	5

来源：公司公告 中泰证券研究所（2019Q1 综合超市包括了合并入表的 11 家张家口福悦祥超市）

图表 9: 家家悦盈利预测三张表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>11,330</b>	<b>12,731</b>	<b>14,778</b>	<b>17,277</b>	<b>20,057</b>
增长率	5.1%	12.4%	16.1%	16.9%	16.1%
营业成本	-8,885	-9,959	-11,628	-13,594	-15,758
%销售收入	78.4%	78.2%	78.7%	78.7%	78.6%
毛利	2,445	2,772	3,150	3,683	4,299
%销售收入	21.6%	21.8%	21.3%	21.3%	21.4%
营业税金及附加	-48	-57	-66	-77	-89
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-1,814	-2,029	-2,246	-2,626	-3,049
%销售收入	16.0%	15.9%	15.2%	15.2%	15.2%
管理费用	-246	-301	-296	-328	-381
%销售收入	2.2%	2.4%	2.0%	1.9%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	337	385	542	652	780
%销售收入	3.0%	3.0%	3.7%	3.8%	3.9%
财务费用	63	59	59	59	59
%销售收入	-0.6%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	3	-4	2	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	8	4	5	6
%税前利润	1.2%	1.7%	0.6%	0.7%	0.7%
营业利润	408	448	607	718	845
营业利润率	3.6%	3.5%	4.1%	4.2%	4.2%
营业外收支	-5	-1	5	4	1
税前利润	<b>403</b>	<b>447</b>	<b>612</b>	<b>722</b>	<b>846</b>
利润率	3.6%	3.5%	4.1%	4.2%	4.2%
所得税	-99	-87	-103	-122	-143
所得税率	24.5%	19.4%	16.9%	16.9%	16.9%
净利润	311	425	505	598	702
少数股东损益	0	-5	-6	-7	-8
归属于母公司的净利润	<b>311</b>	<b>430</b>	<b>511</b>	<b>604</b>	<b>710</b>
净利率	2.7%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	311	425	505	598	702
加: 折旧和摊销	259	285	196	244	292
资产减值准备	3	-4	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	4	-59	-59	-59
投资收益	-5	-8	-4	-5	-6
少数股东损益	0	-5	-6	-7	-8
营运资金的变动	132	-181	720	296	899
<b>经营活动现金净流</b>	<b>781</b>	<b>613</b>	<b>1,358</b>	<b>1,073</b>	<b>1,828</b>
固定资本投资	-70	-778	-609	-609	-599
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-511</b>	<b>-1,079</b>	<b>-663</b>	<b>-677</b>	<b>-652</b>
股利分配	-187	-187	-286	-322	-362
其他	20	-43	-41	375	-263
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-167</b>	<b>-230</b>	<b>-328</b>	<b>53</b>	<b>-625</b>
<b>现金净流量</b>	<b>103</b>	<b>-695</b>	<b>367</b>	<b>448</b>	<b>551</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,935	2,284	2,651	3,099	3,651
应收款项	13	16	17	21	24
存货	1,253	1,290	1,679	1,792	2,232
其他流动资产	285	506	510	604	618
流动资产	4,486	4,096	4,858	5,518	6,525
%总资产	71.5%	57.2%	58.8%	59.8%	62.2%
长期投资	120	120	158	211	241
固定资产	1,199	1,778	2,174	2,522	2,825
%总资产	19.1%	24.9%	26.3%	27.4%	26.9%
无形资产	104	149	156	163	176
非流动资产	1,787	3,059	3,397	3,703	3,967
%总资产	28.5%	42.8%	41.2%	40.2%	37.8%
<b>资产总计</b>	<b>6,273</b>	<b>7,155</b>	<b>8,255</b>	<b>9,221</b>	<b>10,491</b>
短期借款	0	140	60	322	0
应付款项	3,423	3,769	4,751	5,126	6,378
其他流动负债	304	352	352	352	352
流动负债	3,726	4,261	5,162	5,800	6,730
长期贷款	0	20	0	0	0
其他长期负债	64	67	67	67	67
<b>负债</b>	<b>3,790</b>	<b>4,348</b>	<b>5,229</b>	<b>5,867</b>	<b>6,797</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,479</b>	<b>2,722</b>	<b>2,946</b>	<b>3,281</b>	<b>3,629</b>
少数股东权益	4	86	80	73	65
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,273</b>	<b>7,155</b>	<b>8,255</b>	<b>9,221</b>	<b>10,491</b>

**比率分析**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	0.51	0.71	1.09	1.29	1.52
每股净资产 (元)	4.07	4.47	6.29	7.01	7.75
每股经营现金净流 (元)	1.28	1.01	2.23	1.76	3.00
每股股利 (元)	0.31	0.31	0.61	0.69	0.77
<b>回报率</b>					
净资产收益率	12.54%	15.80%	17.34%	18.42%	19.56%
总资产收益率	4.95%	5.94%	6.12%	6.48%	6.69%
投入资本收益率	-34.63%	-47.52%	300.14%	1623.80%	211.13%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	5.14%	12.36%	16.08%	16.91%	16.09%
EBIT增长率	7.07%	16.92%	37.35%	20.57%	19.65%
净利润增长率	23.68%	38.35%	18.81%	18.31%	17.45%
总资产增长率	4.45%	14.07%	15.37%	11.70%	13.78%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转天数	40.5	36.0	36.2	36.2	36.1
应付账款周转天数	59.7	57.7	58.7	58.2	58.4
固定资产周转天数	37.0	42.1	48.1	48.9	48.0
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-92.00%	-88.72%	-100.46%	-99.24%	-107.68%
EBIT利息保障倍数	-5.4	-6.7	-9.2	-11.0	-13.2
资产负债率	60.42%	60.76%	63.35%	63.63%	64.79%

来源: 中泰证券研究所

## 风险提示

- (1) 整体宏观环境下行, 消费呈现疲软态势, 可能导致超市板块整体表现欠佳。(2) 新区域扩张存在不确定性, 新开门店培育期可能长于预期。(3) 电商等渠道的冲击: 电商涉足生鲜领域且市占率快速提高, 长期看给公司生鲜业务的发展带来一定的挑战。(4) 规模快速扩张, 经营管理难度加大, 对公司整体供应链的能力提出更高的要求。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。